



Brussels Studies

La revue scientifique électronique pour les recherches
sur Bruxelles / Het elektronisch wetenschappelijk
tijdschrift voor onderzoek over Brussel / The e-journal
for academic research on Brussels
Collection générale | 2019

Quel financement pour les jeunes entreprises technologiques bruxelloises

Hoe jonge technologiebedrijven in Brussel zich financieren

Financing for new technology-based firms in Brussels

Nicolas Pary et Olivier Witmeur



Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/brussels/2137>

DOI : 10.4000/brussels.2137

ISSN : 2031-0293

Éditeur

Université Saint-Louis Bruxelles

Référence électronique

Nicolas Pary et Olivier Witmeur, « Quel financement pour les jeunes entreprises technologiques bruxelloises », *Brussels Studies* [En ligne], Collection générale, n° 131, mis en ligne le 11 février 2019, consulté le 20 avril 2019. URL : <http://journals.openedition.org/brussels/2137> ; DOI : 10.4000/brussels.2137

Ce document a été généré automatiquement le 20 avril 2019.



Licence CC BY

Quel financement pour les jeunes entreprises technologiques bruxelloises

Hoe jonge technologiebedrijven in Brussel zich financieren

Financing for new technology-based firms in Brussels

Nicolas Pary et Olivier Witmeur

NOTE DE L'AUTEUR

Projets de recherche régionaux soutenus par Innoviris et le Cabinet de la Secrétaire d'Etat à la Recherche scientifique de la RBC entre 2013 et 2017.

Introduction

- 1 Les Jeunes Entreprises Technologiques (JET) sont des jeunes entreprises indépendantes créées dans le but d'exploiter une invention ou une innovation technologique [Little, 1977]. Les JET attirent l'attention pour deux raisons. Premièrement, elles jouent un rôle central dans la matérialisation des nouvelles technologies et innovations au sein de produits et services [Shane et Venkataraman, 2000]. Deuxièmement, elles contribuent à la croissance de l'économie et de l'emploi [Acs, *et al.*, 2009].
- 2 Le site Startups.be, acteur sectoriel privé, estime à 395 le nombre de JET actives tous secteurs et années de création confondus en Région de Bruxelles-Capitale (RBC). Selon le même site, environ 50 JET seraient créées chaque année en RBC. En termes d'emploi, le site indique que 82 % de ces JET comptent moins de 10 employés, 14 % entre 10 et 50 employés tandis que les 4 % restant comptent plus de 50 employés. Ces statistiques permettent d'estimer entre 2 500 et 3 000 emplois directs, et ce, alors que chaque emploi créé par ces JET générerait en moyenne cinq emplois indirects dans le secteur des

services au sein du même bassin économique [Moretti, 2012]. Au total, ces JET seraient donc le moteur d'un écosystème de 15 000 à 18 000 travailleurs à Bruxelles et dans sa périphérie.

- 3 Pour autant, le développement des JET ne suit pas un processus simple. Elles supportent des frais de recherche et développement importants tandis que la complexité technologique et l'incertitude sur leur viabilité peuvent effrayer les investisseurs et limiter les fonds disponibles [Veugelers, 2011; Colombo et Grilli, 2007]. Cette situation est amplifiée en Europe où le capital entrepreneurial est moins disponible qu'aux États-Unis [Revest et Sapio, 2012]. Conscients de cette situation, les pouvoirs publics interviennent en complétant le financement privé [Cantner et Kösters, 2012].
- 4 La RBC représente un exemple typique de région européenne interventionniste pour trois raisons. Premièrement, selon le *Global Entrepreneurship Monitor* [2015], la Belgique est un écosystème entrepreneurial dans la moyenne qui se distingue néanmoins en termes d'infrastructures commerciales et légales, de finance entrepreneuriale ainsi que de support et de pertinence des politiques gouvernementales. Deuxièmement, sur le plan de l'innovation, la Région dispose sur son territoire d'institutions universitaires, hautes écoles et centres de recherche qui en font un *Strong Innovative Cluster* [Stockholm School of Economics, 2011]. Troisièmement, la RBC s'est dotée depuis plusieurs années d'instruments financiers à destination des JET. Récemment, le gouvernement régional a rappelé vouloir faire de Bruxelles la « capitale belge et européenne de l'esprit d'entreprendre et d'innovation » [Gouvernement régional bruxellois, 2014 : 21] tandis que le Plan Régional pour l'Innovation 2016-2020 a confirmé la poursuite de la hausse des budgets dédiés à ces dispositifs [Gouvernement de la Région Bruxelles-Capitale, 2016; Gouvernement de la Région Bruxelles-Capitale, 2012]. Ces aides sont d'ailleurs fréquemment utilisées aux premiers stades du développement des JET [Bozkaya et van Pottelsberghe de la Potterie, 2004].
- 5 Néanmoins, malgré ces efforts, la complexité du système régional est fréquemment soulignée [Gouvernement de la Région Bruxelles-Capitale, 2012]. Un article récent du site spécialisé Digimedia pointait d'ailleurs une difficulté persistante des entrepreneurs à naviguer entre les dispositifs.
- 6 Cet article permet de comprendre (1) comment les JET bruxelloises se financent et, plus particulièrement, (2) l'usage qu'elles font des aides publiques. Notre objectif est d'informer sur le recours des entrepreneurs aux dispositifs existants et, sur cette base, de générer des recommandations pour en améliorer le fonctionnement.
- 7 Pour cela, nous avons étudié 38 évènements de financement, dits « tours de table », au sein de 10 JET en croisant les explications des entrepreneurs avec celles des acteurs publics qui les aident. Nous avons ainsi systématiquement identifié les raisons et implications de leurs choix ainsi que le rôle joué par les subsides, prêts et capitaux publics. Finalement, nous avons organisé un *focus group* avec des acteurs de terrain autour de nos résultats pour proposer des recommandations aux autorités régionales.

1. Le financement des Jeunes Entreprises Technologiques

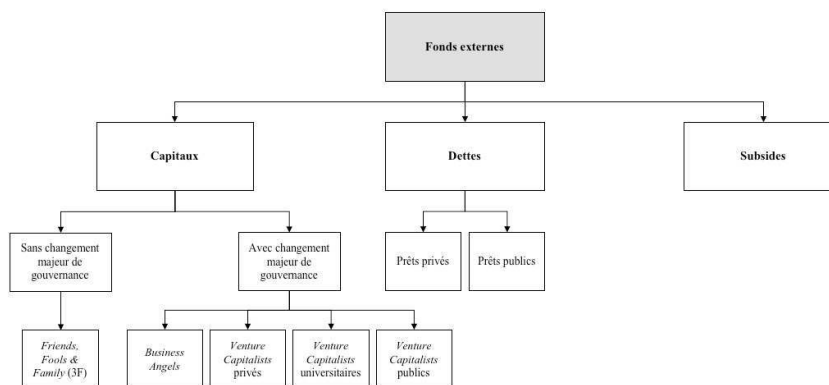
- 8 Cette section synthétise les éléments issus de la littérature concernant le financement des JET. Nous présentons tout d'abord (1) les options de financement des JET, (2) l'évolution

de leur accessibilité au fil du développement de l'entreprise, (3) les difficultés qui peuvent survenir dans cet enchaînement et (4) la logique de l'intervention publique qui en résulte.

1.1. De nombreuses options de financement disponibles

- 9 Pour se financer, les JET disposent de fonds internes et externes. Les fonds internes rassemblent les revenus issus des ventes de l'entreprise et le capital initial apporté par ses fondateurs. Une fois ce financement interne épuisé, les JET peuvent avoir recours à trois catégories de fonds externes : les capitaux, la dette et les subsides [Atherton A., 2009]. La figure 1 présente une catégorisation de ces sources de fonds. Nous présentons ensuite les capitaux et la dette avant d'introduire les subsides.

Figure 1. Classification des sources de fonds à destination des JET



- 10 La première source de fonds est les capitaux extérieurs. Ces derniers se distinguent selon qu'ils entraînent ou non un changement majeur de gouvernance en impactant la direction de l'entreprise ou la composition de son conseil d'administration. Le financement le plus fréquent est l'argent des proches des entrepreneurs, en anglais *Friends, Fools and Family* (3F) [Atherton A., 2009]. Ces fonds aident à supporter les premiers pas de l'activité et n'altèrent pas la gouvernance de l'entreprise. Par opposition, les JET peuvent aussi recevoir le soutien d'investisseurs parmi lesquels on distingue couramment les *Business Angels* (BA) des *Venture Capitalists* (VC). Les BA sont souvent d'anciens entrepreneurs ou dirigeants d'entreprises fortunés désireux de faire profiter les JET de leur expérience en investissant et s'impliquant activement [Mason, et al., 2016]. Les BA sont la première source de capital entrepreneurial dans le monde et leur nombre progresse fortement en Europe [Manigart, et al., 2014; EBAN, 2013]. Les VC sont des investisseurs professionnels actifs au sein de fonds publics ou privés, parfois spécialisés. Ils investissent, seuls ou en groupe, l'argent de leurs actionnaires avec un horizon d'investissement de trois à sept ans suivant le secteur et la maturité du projet. Une fois l'investissement réalisé, ils apportent des conseils stratégiques ou aident à attirer de nouveaux investisseurs. Tant les BA que les VC imposent d'obtenir des droits particuliers tels que pouvoir nommer ou remplacer le dirigeant et siéger au conseil d'administration [Gompers et Lerner, 2006].

- 11 En plus des capitaux, les JET peuvent aussi demander des prêts bancaires ou publics. Pour autant, ces financements requièrent des garanties et une prévisibilité des flux financiers qui font souvent défaut et les rendent rares aux premiers stades.

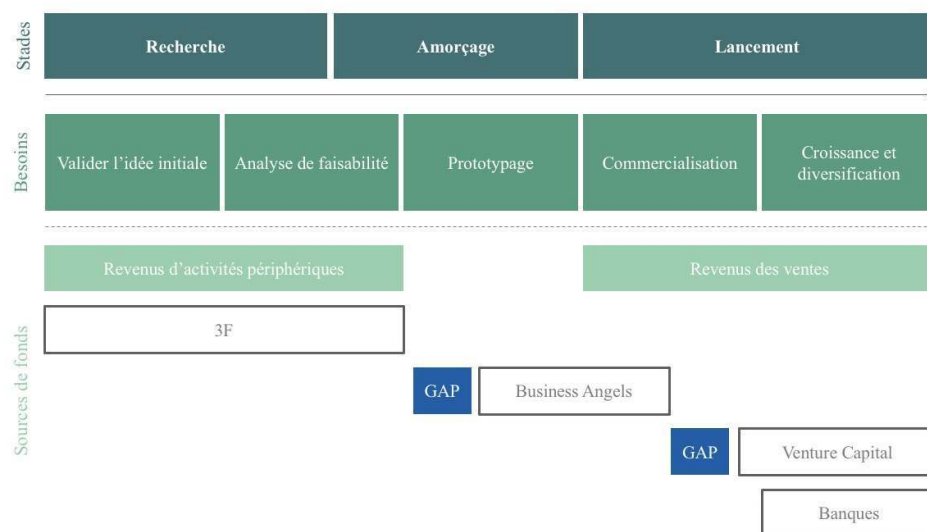
1.2. Un processus de financement séquentiel et progressif

- 12 Dans les faits, ces deux premières sources de fonds ne sont pas accessibles simultanément, mais séquentiellement au fil de « tours de table » successifs [Harrison, 2013; Berger et Udell, 1998]. Durant cet enchaînement parfois qualifié d'« escalator de financement », la nature des besoins et l'ampleur des montants évoluent. Nous pouvons distinguer trois stades de développement.
- 13 Premièrement, le stade de *recherche* durant lequel la JET n'est pas encore officiellement créée. Les activités sont de type recherche et développement pour définir le projet entrepreneurial et analyser sa faisabilité. Ce stade est le plus souvent financé par les 3F ou des activités périphériques telles que l'utilisation d'un logiciel en développement pour réaliser des missions de consultance.
- 14 Deuxièmement, le stade d'*amorçage* va de la création de la JET aux premières ventes. Les entrepreneurs y développent et testent des prototypes pour aboutir à une version commercialisable de leur produit ou service. Ces premières preuves de viabilité peuvent permettre d'attirer des BA.
- 15 Troisièmement, le stade du *lancement* débute avec les premières ventes et a pour but de consolider et de développer l'activité commerciale. Si l'autofinancement devient envisageable, les JET peuvent aussi se tourner vers des VC pour accélérer leur croissance et/ou des banques pour soutenir leur trésorerie [Cumming, 2010; Gompers et Lerner, 2006].

1.3. Un enchaînement parfois défaillant

- 16 Malheureusement, tout ne se passe cependant pas toujours harmonieusement. Des trous (*gaps* en anglais) peuvent apparaître dans le chemin de financement. Ces difficultés peuvent être dues à des retards de développement, à la nécessité de revoir la stratégie du projet ou à une conjoncture difficile qui pousse les investisseurs à exiger plus de preuves de viabilité avant d'intervenir [North, et al., 2013] comme illustré à la figure 2 [Manigart, et al., 2014].

Figure 2. L'apparition des gaps



Source : [Manigart et al., 2014]

- 17 Les JET sont alors en danger et, avec elles, les retombées socio-économiques locales. Les pouvoirs publics réagissent donc en complétant l'offre privée avec des subsides, des garanties publiques, des prêts ou du capital [Grilli et Murtinu, 2015]. Si leurs modalités diffèrent, ces dispositifs ont tous pour objectif de soutenir le développement des JET vers l'autonomie financière [Autio et Rannikko, 2016]. Dans le cas particulier des subsides, ces aides sont allouées aux JET sans obligation de remboursement ni transfert de propriété. Leurs montants varient de quelques milliers à plusieurs centaines de milliers d'euros. Ces subsides peuvent servir à financer des dépenses liées aux activités de recherche et développement ou d'engagement de personnel. Dans le cas bruxellois, la stratégie de cette intervention et ses modalités sont détaillées à la section suivante.

2. L'intervention régionale bruxelloise

- 18 En RBC, le Plan Régional pour l'Innovation (PRI) encadre l'action des acteurs chargés du soutien de la Recherche, du Développement et de l'Innovation (RDI). Concrètement, le PRI s'inscrit dans la poursuite de l'objectif européen de voir 3 % du PIB consacrés aux activités RDI, dont 1 % financé par le public. Signalons que, malgré les efforts entrepris depuis plus de 10 ans, cet objectif n'est toujours pas atteint puisque seuls 1,5 % du PIB étaient consacrés à la RDI en 2006 et 2013, et ce, en raison notamment de la faiblesse des investissements privés [Gouvernement de la Région Bruxelles-Capitale, 2016].
- 19 Au travers du PRI, la RBC entend adopter une stratégie de spécialisation intelligente ayant pour but de « renforcer son positionnement sur les segments et les niches d'activités correspondant aux forces de ses acteurs et présentant un potentiel d'activités

économiques et d'emploi aussi bien dans le secteur des services que des produits » [Gouvernement de la Région Bruxelles-Capitale, 2012 : 4]. Depuis 2012, il a donc été décidé de cibler les investissements autour de la médecine personnalisée, l'économie verte et l'économie numérique [Gouvernement de la Région Bruxelles-Capitale, 2016; Gouvernement de la Région Bruxelles-Capitale, 2012]. Concrètement, les actions proposées par le PRI s'organisent autour de quatre axes : (i) améliorer la chaîne de l'innovation, (ii) soutenir les nouvelles formes d'innovation et les nouveaux acteurs de la RDI, (iii) améliorer la communication et la sensibilisation autour de la RDI et (iv) assurer une gouvernance élargie, participative et performante du système de recherche, développement et innovation.

- 20 Opérationnellement, la RBC propose six types d'aides : subsides, avances récupérables, prêts, cofinancement bancaires, obligations convertibles et capital-risque. Ces aides sont gérées par plusieurs acteurs dont le tableau 1 récapitule les interventions.

Tableau 1. Aides publiques à destination des JET à Bruxelles

	Subsides et avances récupérables		Prêts, cofinancement et garanties bancaires		Obligations convertibles et capital-risque	
	Montants	Nombres d'interventions par an	Montants	Nombres d'interventions par an	Montants	Nombres d'interventions par an
Bruxelles Economie Emploi	Entre 2 500 et 25 000€	NA				
Innoviris	Entre 50 000 et 500 000€	Entre 40 et 50				
Finance.brussels			Maximum 200 000€	Entre 0 et 5	Entre 50 000 € et 500 000€	Entre 20 et 30
Fonds universitaires					Entre 1 000 000 et 2 000 000€ sur la durée de la participation	Entre 0 et 3

- 21 Les quatre principaux acteurs de financement sont donc :

1. Le Ministère de la Région de Bruxelles-Capitale qui intervient directement pour soutenir les entreprises à l'aide de sa cellule « Bruxelles Economie et Emploi ». La cellule propose des subsides qui s'adressent à l'ensemble des entreprises bruxelloises, en ce compris les JET, et couvrent l'embauche de collaborateurs, la réalisation de missions de consultance et les activités d'exportation. Nous dénombrons huit subsides disponibles pour les PME mais ne disposons malheureusement pas de données permettant d'estimer les montants distribués annuellement.

2. L'Institut Bruxellois pour la Recherche et l'Innovation, Innoviris, qui propose différents subsides et avances récupérables ayant pour but de valoriser les résultats de recherche académique, mener à bien des projets de recherche industrielle et des développements expérimentaux ou des plans stratégiques d'innovation. En 2016, l'analyse du rapport d'activité d'Innoviris permet d'estimer à 14 000 000 € les fonds alloués aux JET [Innoviris, 2016].
 3. Le groupe finance.brussels qui rassemble sept fonds dont le but est d'aider au financement des entreprises bruxelloises. En particulier, ces fonds proposent des solutions de financement variées tels que des prêts, des garanties, des cofinancements bancaires, des obligations convertibles ou du capital-risque. En 2015, l'analyse du rapport d'activité du groupe permet d'estimer à 10 000 000 € les fonds alloués aux JET [Finance.brussels, 2015].
 4. Les fonds universitaires, financés par les universités et des acteurs publics et privés, dans le but d'investir dans les JET issues des universités. A Bruxelles, ces quatre fonds disposent d'un droit dit de « premier refus » qui implique que les entrepreneurs désireux d'exploiter une technologie appartenant à l'université ont l'obligation de présenter leurs projets aux fonds afin de permettre à ces derniers d'investir. Au total, nous estimons à 100 millions d'euros la capitalisation collective de ces fonds.
- 22 A ces acteurs s'ajoutent de nombreux acteurs privés : banques, fonds d'investissement, plateformes de *crowdfunding*, etc.

3. Méthodologie

- 23 L'analyse du financement des JET a été réalisée à l'aide d'une stratégie de recherche qualitative reposant sur des études de cas. Ce choix est recommandé pour l'étude approfondie de phénomènes longitudinaux et la volonté de répondre à des questions de recherche de type « pourquoi » et « comment » [Yin, 2013; Bryman et Bell, 2011]. Opérationnellement, nous avons étudié le déroulement des tours de tables au sein de dix JET en nous focalisant sur le rôle joué par les acteurs publics dans ces événements. A ce propos, nous définissons un tour de table comme toute tentative, considérée comme un effort unique par l'équipe entrepreneuriale, organisée dans le but d'obtenir des fonds extérieurs afin de supporter le lancement ou le développement des activités de l'entreprise. Les sous-sections ci-dessous présentent notre méthodologie. Précisons que celle-ci a cherché à rencontrer les critères de qualité proposés par Miles *et al.* [2014], à savoir : la confirmabilité, la fiabilité, l'authenticité, la transférabilité et l'orientation pratique.

3.1. L'échantillon

- 24 Notre échantillon de dix JET, présenté ci-dessous dans le tableau 2, a été constitué en concertation avec les institutions bruxelloises d'accompagnement et de financement sur base de quatre critères : (1) avoir été créé après 2008, (2) contribuer à présenter une diversité suffisante dans les parcours de financement en termes de montants levés, de sources de fonds sollicités et d'usage des fonds publics (3) contribuer à présenter un échantillon principalement ICT/Web et (4) si actif dans le domaine de la santé, ne pas commercialiser de produit impliquant la réalisation d'études cliniques.

Tableau 2. Description de l'échantillon

	Secteur	Nombre de tours	Total levé (k €)	Part argent public (%)	Part argent privé (%)
JET 1	ICT/ Web	6	1 339	56 %	44 %
JET 2	ICT/ Web	5	3 593	52 %	48 %
JET 3	ICT/ Web	3	684	33 %	67 %
JET 4	Autres	5	1 970	52 %	48 %
JET 5	ICT/ Web	6	1 269	65 %	35 %
JET 6	Autres	3	574	97 %	3 %
JET 7	Autres	5	9 716	49 %	51 %
JET 8	ICT/ Web	3	631	97 %	3 %
JET 9	ICT/ Web	2	289	55 %	45 %
JET 10	ICT/ Web	4	593	90 %	10 %
TOTAL		42	20 658		

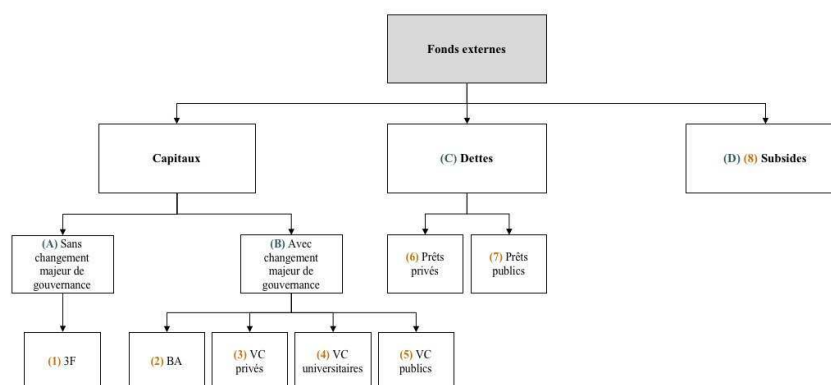
- 25 Si nous ne visons pas une représentativité statistique propre aux études quantitatives, l'hétérogénéité de l'échantillon nous permet néanmoins de prétendre à une représentativité théorique du phénomène du financement des JET à Bruxelles [Bryman et Bell, 2011].

3.2. La collecte des données et l'analyse des cas

- 26 Les données ont été collectées à l'aide de 47 interviews avec les entrepreneurs, acteurs publics d'accompagnement ou de subsidiation et des VC publics ou universitaires ainsi que de 72 sources écrites telles que des demandes de financement, des business plans, des notes d'analyse et des comptes annuels. Leur analyse s'est déroulée en trois étapes.
- 27 Premièrement, une réorganisation chronologique pour identifier les tours de table successifs, leur déroulement, la nature du besoin et le stade de développement auquel ils se rapportent. Nous avons distingué huit sources de fonds externes parmi trois types de fonds principaux : les « fonds propres » avec (1) les 3F, (2) les BA et les VC (3) privés,

(4) universitaires et (5) publics, les « dettes » avec les prêts (6) privés et (7) publics et (8) les « subsides ». La figure 3 illustre cette classification.

Figure 3. Les huit sources de fonds externes



- 28 Nous précisons ici que la part des prêts privés couverts par une garantie publique a été traitée comme un subside : un prêt bancaire de 100 000 € garanti à 50 % a donc été encodé comme un prêt de 50 000 € et un subside de 50 000 €. De plus, les VC universitaires, du fait de leur financement largement public et de leur adossement aux universités, ont été considérés comme des fonds publics. Deuxièmement, nous avons analysé chaque tour afin d'identifier les motivations des entrepreneurs. Troisièmement, nous avons réalisé une comparaison de ces motifs entre JET pour en évaluer la fréquence et ainsi l'importance.

3.3. Un *focus group* pour générer des recommandations

- 29 Nous avons finalement organisé un *focus group* avec 11 participants travaillant au sein de six institutions régionales de financement et d'accompagnement dans le but de générer des recommandations collectées et concertées à destination des autorités bruxelloises [Eriksson et Kovalainen 2013, Bryman et Bell 2011]. Ce focus group avait pour objectif de répondre à la question centrale : « Comment optimiser les financements publics à destination des Jeunes Entreprises Technologiques à Bruxelles ? ». La session s'est déroulée en trois temps : (1) une introduction contextuelle et méthodologique, (2) une présentation des résultats et (3) un échange entre participants portant sur les besoins des entrepreneurs en matière de financement, les dispositifs à implémenter pour rencontrer leurs besoins et les types d'acteurs chargés de gérer ces dispositifs. Les recommandations aux autorités régionales issues de ces échanges sont présentées à la section 7.

4. Le financement par stade

- 30 Nous décrivons ici successivement les stratégies de financement lors des stades *amorçage* et *lancement*. Le stade *recherche*, présenté dans le cadre de la revue de littérature, n'est pas analysé ici puisqu'il ne concerne que quatre JET de l'échantillon, toutes issues des universités, et n'ayant eu accès qu'à des subsides spécifiques.

4.1. A l'amorçage, des fonds publics largement majoritaires

- 31 A l'amorçage, les fonds rassemblés représentent 3,7 M € répartis sur 15 tours de table. Le tableau 3 ci-dessous en détaille la répartition de ce montant par sources de fonds.

Tableau 3. Fonds levés a l'amorçage

		Fonds levés à l'amorçage	
		En k €	En %
Fonds publics	Subsides	1 448	39 %
	VC universitaire	842	23 %
	VC public	600	16 %
	Prêts publics	0	0 %
	Total	2 890	77 %
Fonds privés	3F	325	9 %
	VC privé	284	8 %
	Banques	132	4 %
	<i>Business angels</i>	105	3 %
	Total	846	23 %
TOTAL		3 736	100 %

- 32 Les fonds publics jouent un rôle crucial et représentent 2,8 millions d'euros, soit 77 % du total. Cette prédominance est cohérente avec les éléments théoriques mentionnés précédemment. A ce stade de développement, les JET sont encore particulièrement fragiles et la plupart des investisseurs privés préfèrent attendre les premières ventes avant d'investir.
- 33 Les fonds privés ne totalisent que 845 000 € soit 24 % du total. Les 3F représentent 325 000 € et sont limités à la création de la société tandis que le capital privé (les *business angels* et le *venture capital*) reste rare. Plus surprenante à ce stade en regard de la littérature, *a fortiori* en l'absence de prêts publics, est la présence de prêts bancaires. Dans ce cas précis, ces prêts ont été systématiquement accordés grâce à des garanties publiques de 50 %. Le fait que les prêts et garanties publiques dépendent d'organismes différents rend ce paradoxe possible.
- 34 Nous avons ensuite analysé, pour chaque source de fonds, le nombre de demandes obtenues et refusées ainsi que l'ordre dans lequel l'entrepreneur a réalisé ses demandes :

première, deuxième ou troisième intention. A l'amorçage, 28 demandes ont été satisfaites sur un total de 39, soit un taux de 72 %. Le détail est présenté ci-dessous dans le tableau 4.

Tableau 4. Demandes acceptées et refusées à l'amorçage

	Demandes acceptées				Demandes refusées			
	1 ^{re} intention	2 ^e int.	3 ^e int.	Total	1 ^{re} int.	2 ^e int.	3 ^e int.	Total
3F	9	0	0	9	0	0	0	0
Subsides	6	2	0	8	0	0	0	0
VC public	2	0	0	2	2	1	0	3
VC universitaire	3	0	0	3	2	0	0	2
Business angels	3	0	0	3	1	0	0	1
VC privé	1	0	0	1	2	0	0	2
Prêts publics	0	0	0	0	1	2	0	3
Banques	1	0	1	2	0	0	0	0
TOTAL	25	2	1	28	8	3	0	11

- 35 Ce tableau met en lumière deux éléments. Premièrement, le nombre important de demandes accordées en première intention souligne que les entrepreneurs obtiennent le plus souvent ce qu'ils préfèrent. Dans le cas contraire, ils n'ont pas eu à réaliser plus de trois tentatives. Deuxièmement, toutes les sources de financement sont sollicitées et seuls les prêts publics se montrent totalement inaccessibles. De manière cohérente à ce stade et au vu de la constitution de notre échantillon, les subsides ont été fortement sollicités. Ils sont alors systématiquement attribués.
- 36 L'analyse conjointe des deux tableaux précédents permet de tirer trois conclusions concernant l'amorçage. Premièrement, les fonds publics sont largement majoritaires tant en nombre de demandes que de montants obtenus. Deuxièmement, si les 3F et les subsides sont toujours accordés, le capital, public et privé, est plus difficile d'accès. Malgré le stade précoce, des prêts bancaires sont obtenus grâce aux garanties publiques alors que les prêts publics sont refusés. Troisièmement, toutes les sources de fonds sont approchées en première intention. En cas de refus, les sources publiques sont sollicitées et trois tentatives suffisent.

4.2. Au lancement, les subsides restent centraux malgré la hausse du capital privé

- 37 Au lancement, près de 15,5 M € ont été rassemblés sur 23 tours de table. Le tableau 5 en présente la répartition par sources de fonds.

Tableau 5. Fonds levés au lancement

		Fonds levés à l'amorçage		Fonds levés au lancement		Evolution	
		En k €	En %	En k €	En %	En k €	En proportion
Fonds publics	Subsides	1 448	39 %	5 471	35 %	4 023	x 3,8
	VC universitaire	842	23 %	400	3 %	-442	x 0,5
	VC public	600	16 %	550	4 %	-50	x 0,9
	Prêts publics	0	0 %	655	4 %	655	NA
	Total	2 890	77 %	7 076	46 %	4 186	x 2,4
Fonds privés	3F	325	9 %	25	0 %	-300	x 0,1
	VC privé	284	8 %	4 750	31 %	4 466	x 16,7
	Banques	132	4 %	712	5 %	580	x 5,4
	<i>Business angels</i>	105	3 %	2 936	19 %	2 831	x 28
	Total	846	23 %	8 423	54 %	7 577	x 10
TOTAL		3 736	100 %	15 499	100 %		

- 38 Par rapport à la phase précédente, les fonds privés progressent fortement pour atteindre 8,4 M € soit 53 % du total, et ce, essentiellement grâce aux *business angels* et au *venture capital* privé. Les prêts privés, toujours quasi-systématiquement liés aux garanties publiques, croissent aussi.
- 39 Les fonds publics atteignent 7,1 M € soit 47 % du total. Malgré ce repli relatif, les subsides restent la plus importante source de fonds avec 5,5 M €. En même temps, *venture capital* universitaire et public reculent. Les acteurs de terrain expliquent ce reflux, étonnant vu la progression des subsides, par la faible capitalisation de ces fonds qui rend l'investissement difficile passé le premier tour. Les prêts publics apparaissent.
- 40 Nous identifions un total de 62 sollicitations dont 52 ont été accordées. Cela représente 83 % d'attribution soit une hausse de 11 % par rapport à l'amorçage; la baisse de l'incertitude facilite l'accès aux fonds privés. Le tableau 6 ci-dessous en donne le détail.

Tableau 6. Demandes acceptées et refusées au lancement

	Demandes acceptées				Demandes refusées			
	1 ^{re} intention	2 ^e int.	3 ^e int.	Total	1 ^{re} int.	2 ^e int.	3 ^e int.	Total

3F	1	1	0	2	0	0	0	0
Subsides	19	0	3	22	2	0	0	2
VC public	2	1	0	3	2	0	0	2
VC universitaire	2	1	0	3	1	0	0	1
Business angels	3	3	1	7	2	0	0	2
VC privé	4	1	0	5	1	0	0	1
Prêts publics	4	1	0	5	2	0	0	2
Banques	3	1	1	5	0	0	0	0
TOTAL	38	9	5	52	10	0	0	10

- 41 Nous soulignons quatre éléments à l'analyse de ce tableau. Premièrement, toutes les sources sont sollicitées en première intention et les entrepreneurs ne réalisent pas plus de trois tentatives comme à l'amorçage. Deuxièmement, les subsides restent les plus sollicités, et ce, presque exclusivement en première intention. Cette observation contredit l'idée d'un recours limité aux situations de contraintes de financement et est approfondie à la section 6. Troisièmement, le capital privé, *business angels* et *venture capital*, est plus demandé et attribué. Quatrièmement, la baisse de l'incertitude sur les JET permet aussi l'apparition de prêts publics. En parallèle, le nombre de prêts bancaires augmente et leur octroi reste quasi-systématiquement associé aux garanties publiques.
- 42 Ces résultats conduisent à trois conclusions sur le stade de lancement. Premièrement, les subsides restent le mode de financement le plus présent même si le VC privé et les BA progressent fortement. Deuxièmement, les VC public et universitaire reculent du fait d'une faible capacité d'investissement. Troisièmement, le développement des JET conduit à une hausse du taux d'attribution global.

5. Observations complémentaires sur le recours aux subsides

- 43 Les JET parviennent donc à se financer à l'amorçage ainsi qu'au lancement. Nous remarquons cependant un recours fréquent aux subsides en première intention malgré la croissance des JET et l'arrivée d'investisseurs privés dans leur capital. Ce phénomène interpellant nous a conduits à approfondir nos recherches.
- 44 Nous avons donc, pour chaque tour de table, examiné les raisons qui ont conduit les entrepreneurs à se tourner vers les subsides, les circonstances de ces demandes et avons ensuite comparé ces résultats afin d'en évaluer la prévalence et la pertinence. A l'issue de ce processus, nous avons identifié six thèmes transversaux en lien avec le recours des entrepreneurs aux aides publiques et détaillés dans les sous-sections suivantes. Les trois premiers thèmes fournissent des indications sur le contexte dans lequel les subsides sont sollicités tandis que les trois derniers concernent les subsides proprement dits.

5.1. Une concurrence inter-régionale intense

- 45 L'intervention bruxelloise prend place au sein d'un état fédéral qui a multiplié et mis en concurrence les régions. Cette situation limite la marge de manœuvre des régions et a eu des conséquences concrètes dans le parcours de cinq JET de notre échantillon.
- 46 D'une part, cette concurrence peut conduire à une hausse des subsides disponibles pour attirer les JET. Ce phénomène est facilité par deux facteurs. Premièrement, la mobilité et l'installation des entrepreneurs à travers le pays est aisée. Deuxièmement, la relative étroitesse de la RBC implique que les entrepreneurs qui décident de s'installer en périphérie directe pour profiter d'aides d'autres régions restent proches de leurs clients. Un entrepreneur déclare à propos de cette concurrence :
- « J'avais déjà pris connaissance de toutes les [...] aides en Wallonie [...]. J'ai étudié les pour et les contre de venir à Bruxelles et en Wallonie. Mais pour des raisons de crédibilité internationale et des aides disponibles, je suis venu à Bruxelles »
- Un entrepreneur
- 47 D'autre part, les JET peuvent être invitées à multiplier les implantations à travers le pays, et ce, à des stades précoces. Ce phénomène est souligné par des entrepreneurs et gestionnaires de dossiers :
- « [Vous n'avez pas dû installer un siège en Wallonie ?] On l'a fait par après car on a postulé pour d'autres subsides »
- Un entrepreneur
- « Sans compter [...] qu'il fallait un siège en Flandre, on a déjà dû en mettre un en Wallonie [...], elle allait se retrouver avec trois sièges d'exploitation [...] »
- Un gestionnaire de dossiers

5.2. Des interventions sous forme de prêts et d'investissements publics repoussées

- 48 L'analyse du financement des JET soulignait la part relativement faible des investissements et prêts publics. L'analyse des interactions entre les dix JET de l'échantillon et *finance.brussels* indique que les conditions d'investissement du groupe ont évolué et le font intervenir plus tardivement dans le développement des NTBF et, le plus souvent, sous forme de prêts. Les acteurs de terrain expliquent cela par la difficulté de liquider des positions en fonds propres dans des JET et leur obligation d'autonomie financière qui limite les fonds dont ils disposent et augmente leur aversion au risque :
- « Nous proposons de [...] poursuivre l'analyse dans le cadre suivant : intervention limitée à 250 000 €, si et seulement si 1,5 M € de fonds sont réunis et le tour de table doit inclure un investisseur professionnel spécialisé en IT. »
- Un entrepreneur
- « La SRIB [...] a refusé notre dossier, parce qu'ils avaient une nouvelle stratégie en place de [...] de ne plus investir en capital mais que faire du prêt »
- Un entrepreneur
- « On faisait auparavant plus de capital que de prêt. Typiquement, 75 % des montants étaient en capital et 25 % étaient en prêt. Aujourd'hui on fait plus de prêt que de capital et ce, pour plusieurs raisons. Il y a premièrement le phénomène de liquidités. [...] Avec le prêt c'est simple. Si tout va bien, les mensualités sont remboursées après 5-6 ans et cela se fait automatiquement. Avec du capital, c'est plus compliqué. Il faut pouvoir revendre les parts qu'on a achetées. Il y a parfois des

entreprises qui vont très bien mais qui n'ont pas la volonté de racheter nos parts et on reste alors dans des investissements que l'on voudrait déployer ailleurs...»
Un gestionnaire de dossiers

5.3. Une collaboration courante mais informelle entre acteurs régionaux

- 49 Notre analyse a aussi souligné l'existence d'une collaboration principalement informelle entre les acteurs régionaux lors du suivi de dossiers communs. Bien qu'en contact avec plusieurs acteurs publics, six JET de notre échantillon ont ainsi expliqué ne pas avoir assisté à des réunions multipartites rassemblant plusieurs de ces acteurs. A l'exception de certaines initiatives formalisées au niveau de la direction des institutions, l'informalité de cette collaboration la rend sensible aux aléas tels que la qualité des rapports interpersonnels et fragmente les informations disponibles :

« Pour être franc, ce qui pourrait être amélioré en Région, ce serait que tous les opérateurs puissent partager le même CRM. De cette manière, n'importe qui de la région pourrait s'avoir ce dont une entreprise a bénéficié sinon tu as des entreprises qui font leur shopping et ils vont se faire aider là, se faire aider ailleurs etc. »

Un gestionnaire de dossiers

« On se parle mais on ne travaille pas de concert à un objectif commun de manière structurée et systématique. »

Un gestionnaire de dossiers

« On rencontre les entrepreneurs chez Innoviris. [...] Ils vont chez Impulse [...] et X m'appelle pour me parler d'un dossier intéressant qu'il est en train de voir. Ce sont des dossiers qu'on connaît grâce à plusieurs sources. »

Un gestionnaire de dossiers

« Des réunions [Institution 1] et [Institution 2] oui à quelques reprises. [Institution 1] et [Institution 3] non parce que ces 2 structures ne fonctionnent pas très bien ensemble, les personnes à la tête de ces organismes-là [...] ne s'entendent pas [...]. Cela a des conséquences fâcheuses... »

Un entrepreneur

- 50 Dans un contexte où les entrepreneurs sont fréquemment en contact avec plusieurs institutions simultanément, cette situation peut augmenter le risque d'actions non coordonnées et faciliter une manipulation opportuniste des dispositifs par ces derniers comme le déclarent plusieurs gestionnaires de dossiers.

5.4. Des aides publiques victimes d'opportunisme

- 51 Nous avons observé l'existence d'opportunisme à l'égard des subsides pour six JET de l'échantillon. Les entrepreneurs savent en effet les subsides et garanties publiques disponibles et y ont donc parfois recours pour profiter des aides les plus rapides et faciles à obtenir ou pour repousser l'ouverture du capital. Deux entrepreneurs sont particulièrement explicites :

« Aujourd'hui, nous avons moins besoin d'argent. Mais si nous voyons des subsides qui sont faciles et rapides à obtenir, nous les prenons toujours. »

Un entrepreneur

« [A propos d'une demande de subside] Comme je vous le disais, nous n'étions pas du tout motivés pour ouvrir le capital. Nous ne voulions pas d'investisseurs, c'était vraiment un plan de secours. »

Un entrepreneur

« Nous avons pris le minimum de capital pour pouvoir aller chercher un maximum de subsides et de dettes »

Un entrepreneur

- 52 Cette volonté est parfois connue des acteurs régionaux :

« Au départ [...], ils ne voulaient pas trop passer par prêt bancaire et encore moins par les actionnaires. Et pourtant, certains pouvaient mettre dans la société [...] Mais il y avait vraiment une volonté de prendre un minimum de risque et d'avoir recours exclusivement à l'argent public... »

Un gestionnaire de dossiers

5.5. Un formalisme jugé peu adapté à la réalité

- 53 L'octroi d'un subside implique de soumettre un planning détaillé des tâches parfois plus d'un an à l'avance. Le respect de l'échéancier est ensuite vérifié comme l'explique un acteur de terrain :

« L'instruction du premier dossier a donc mis un peu de temps pour que l'entreprise puisse décrire son processus interne de R&D en tant que Work Packages structurés et pas juste des modules développés ça et là. Ils avaient une vision assez continue et permanente de leur R&D et nous ce qu'on leur a demandé c'était de le rentrer dans un programme structuré »

Un gestionnaire de dossiers

- 54 Pour les JET, ce formalisme est chronophage et parfois dommageable comme l'ont souligné sept d'entre elles. Leur environnement évoluant rapidement, les entrepreneurs déclarent être parfois poussés à réaliser des tâches qu'ils jugent devenues non-pertinentes. Ils indiquent aussi qu'il n'est pas rare, à la fin du projet, de pratiquer un rétroplanning pour faire correspondre ce qui a été réalisé avec ce qui était annoncé :

« Parfois, tu dois leur présenter quelque chose pour avoir le subside mais, après, dans la réalité, tu dois faire autre chose. A la fin du projet, tu dois t'assurer de faire correspondre ce que tu as fait avec ce que tu avais dit que tu ferais et ce n'est pas toujours facile »

Un entrepreneur

5.6. Un objectif de création d'emplois qui crée des distorsions

- 55 En l'absence de rendement financier sur les subsides, l'emploi joue un rôle central dans l'évaluation des retombées des projets. Ce rôle de la création d'emploi espérée a été retrouvé dans l'évaluation des dossiers de neuf des JET de l'échantillon. Plusieurs acteurs de terrain déclarent :

« L'emploi est le critère le plus important »

Un gestionnaire de dossiers

« Ils avaient aussi un développeur à engager sur le projet, ce qui nous avait aussi poussés à financer puisqu'il y avait un engagement direct prévu »

Un gestionnaire de dossiers

« Ils ont introduit un dossier [...] Ils sont passés devant un jury d'experts et ont passé toutes les étapes ; ils ont séduit tout le monde. [...] Le plan financier était assez étonnant [...] mais ils avaient un beau plan de développement du personnel »

Un gestionnaire de dossiers

« Ce qui a aussi fait qu'ils ont eu l'aide c'est qu'il y avait quelques recrutements prévus et c'est ce qui était important pour nous ; si l'aide peut générer de l'emploi direct, c'est un gros bonus et là il y avait deux ETP qui allaient être directement créés »

Un gestionnaire de dossiers

- 56 Il peut donc y avoir un encouragement à engager pour obtenir le soutien public quitte à ensuite devoir restructurer la JET comme en témoignent plusieurs entrepreneurs :

« On s'est reconcentrés sur des choses à vraies valeurs ajoutées économiques. [...] La région nous a incités à embaucher mais maintenant on a réduit »

Un entrepreneur

« Dans un monde idéal, c'est mieux d'avoir des *venture capitalists* parce que leurs intérêts sont alignés avec les nôtres. Ils veulent que l'entreprise réussisse et crée de la valeur pour les actionnaires [...]. L'intérêt des pouvoirs publics [...] c'est de créer de l'emploi [...]. Ce n'est pas aligné et parfois cela peut entrer en conflit. »

Un entrepreneur

- 57 Les résultats présentés aux sections 5 et 6 dressent donc le portrait d'un système de financement bruxellois qui soutient le développement des JET. Avec 72 % d'attribution à l'amorçage et de 83 % en phase de lancement, les entrepreneurs arrivent à se financer quitte à devoir, le cas échéant, réévaluer leurs besoins et se tourner vers d'autres sources de fonds.

- 58 Nous attirons néanmoins l'attention des autorités bruxelloises sur plusieurs points. Tout d'abord, il existe une concurrence inter-régionale qui a pour effet d'augmenter le montant des aides à allouer pour attirer les JET et réduire la marge de manœuvre régionale. Dans ce contexte, nous remarquons que les subsides restent très présents tout au long de la période, et ce, malgré l'arrivée d'investisseurs privés. Une analyse approfondie révèle des recours opportunistes à ces subsides rendus possibles par leur grande disponibilité et une collaboration informelle, et parfois imparfaite, entre gestionnaires de dossiers des différentes institutions. La faible capitalisation des fonds d'investissements publics les conduit à postposer leur intervention, ce qui amplifie le rôle central des subsides. Finalement, nous soulignons un formalisme public mal adapté à la volatilité de l'environnement des JET.

6. Propositions issues du *focus group* avec les acteurs de terrain

- 59 Une fois nos conclusions connues, nous avons donc organisé un focus group. Les participants étaient invités, après présentation de nos résultats, à formuler des recommandations pour améliorer le système bruxellois et, en particulier, les dispositifs financiers nécessaires ainsi que le meilleur moyen d'en assurer le pilotage et la coordination. A l'issue de ces échanges, les participants soulignent que la diversité des problématiques des JET implique une offre publique variée pensée selon ces besoins et non plus en termes institutionnels. Les recommandations proposées par les participants sont résumées ci-dessous dans le tableau 7 où nous distinguons, d'une part, les recommandations générales à destination des autorités régionales et, d'autre part, des recommandations opérationnelles pour les mettre en œuvre.

Tableau 7. Recommandations à destination des autorités régionales

Recommandations générales aux autorités régionales	Améliorer la coordination et la lisibilité des dispositifs	Réviser les modalités d'octroi des subsides pour éviter les effets d'aubaine	Développer les alternatives publiques de financement aux subsides

Recommandations opérationnelles	- Attribuer un gestionnaire unique pour chaque JET.	- Orienter les JET vers d'autres aides publiques dès les premières ventes ou l'attraction d'investisseurs privés.	- Recapitaliser les dispositifs publics de prêts et d'investissements.
	- Créer un mécanisme de coordination formel rassemblant tous les acteurs régionaux au sein de panels.		- Aligner les intérêts des fonds de prêts et d'investissements avec ceux des investisseurs privés.
			- Systématiser la participation d'acteurs privés en parallèle des interventions publiques.
			- Développer une offre de prêts publics pour les JET dites « de service ».

60 A l'issue des échanges, trois recommandations générales sont donc formulées :

1. Améliorer la coordination et la lisibilité des dispositifs pour pallier à la multiplicité des acteurs en charge du soutien des JET. Pour y parvenir, ils recommandent l'attribution d'un gestionnaire unique pour chaque JET. Ce dernier serait chargé d'aiguiller les entrepreneurs durant leur parcours. Ils plaident aussi pour la création d'un mécanisme de coordination formel rassemblant tous les acteurs régionaux au sein de panels. Un tel mécanisme permettrait une action plus concertée, limitant le risque de manipulation des dispositifs par les entrepreneurs, et un meilleur suivi de l'évolution des JET. Selon les participants, une coordination et une réactivité accrues des dispositifs seraient des facteurs de différenciation de la RBC par rapport à ses voisines.
2. Réviser les modalités d'octroi des subsides pour limiter ces derniers aux stades pré-commerciaux et avant l'arrivée d'investisseurs. Passé ce stade, les JET devraient être redirigées vers d'autres dispositifs publics de financement. Les subsides resteraient alors limités aux projets de R&D.
3. Développer une offre de financements publics alternatifs aux subsides, notamment, à travers des dispositifs de prêts et d'investissements. Ces dispositifs devraient poursuivre des objectifs alignés avec ceux des acteurs privés, afin de ne pas décourager l'entrée de ces derniers, et chercher autant que possible à co-investir avec eux. Ainsi, l'argent public bénéficierait d'un levier. De plus, il serait utile de renforcer et développer une offre de financement adaptée aux opportunités de valorisation des JET. Les investisseurs manifestent en effet peu d'intérêts pour le secteur des services du fait de besoins en main-d'œuvre plus importants et d'une croissance souvent plus lente. Le système régional offrirait donc une alternative à ces JET en leur proposant des prêts.

Conclusions

61 Bien que limités à notre échantillon, nos résultats soulignent un financement varié des JET, et ce, dès les premiers stades. De nombreuses sources de fonds sont sollicitées et les JET parviennent notamment à se financer même si plusieurs tentatives sont parfois

nécessaires. En cas de difficultés, les subsides sont une alternative au financement privé. Cependant, nous signalons plusieurs points aux autorités régionales : (1) une disponibilité des subsides permettant l'opportunisme à leur égard, (2) une coordination opérationnelle informelle et, par conséquent, fragile, (3) l'absence de capital public au stade de lancement alors que les subsides continuent à y être largement utilisés et (4) la concurrence inter-régionale qui conduit les JET à multiplier les implantations et contribue à une hausse des aides allouées.

- 62 Sur base de ces éléments et du focus group avec des acteurs de terrain, nous formulons trois recommandations. Premièrement, la création d'un mécanisme de coordination formel rassemblant dans des panels l'ensemble des acteurs afin de proposer une aide concertée et assurer un meilleur suivi des JET. Deuxièmement, l'attribution d'un gestionnaire unique pour chaque dossier chargé d'épauler les entrepreneurs tout au long de leur parcours. Troisièmement, un refinancement des prêts et du capital publics et une limitation des subsides aux stades pré-commerciaux afin de diminuer l'opportunisme, améliorer la rentabilité des aides pour la région et accélérer la réinjection des fonds dans les dispositifs et l'économie bruxelloise.

BIBLIOGRAPHIE

ACS, Z., AUDRETSCH, D. et STROM, R., 2009. *Entrepreneurship, Growth and Public Policy*. Cambridge : Cambridge University Press.

ATHERTON, A., 2009. Rational actors, knowledgeable agents; extending pecking order considerations of new venture financing to incorporate founder experience, knowledge and networks. In : *International Small Business Journal*. 31 juillet 2009. Vol. 27, n° 4, pp. 470-495.

AUTIO, E. et RANNIKKO, H., 2016. Retaining winners: Can policy boost high-growth entrepreneurship? In : *Research Policy*. 1 février 2016. Vol. 45, n° 1, pp. 42-55.

BERGER, A. N. et UDELL, G. F., 1998. The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. In : *Journal of Banking & Finance*. Vol. 22, n° 6-8, pp. 613-673.

BOZKAYA, A. et VAN POTTELSBERGHE DE LA POTTERIE, B., 2004. The financial architecture of technology-based small firms in Belgium: an explorative study. CEB Working Paper, In : *ULB Institutional Repository*, n° 2013/6259, Bruxelles : Université libre de Bruxelles.

BRYMAN, A. et BELL, E., 2011. *Business Research Methods* (3^e éd.). Oxford : Oxford University Press.

CANTNER, U. et KÖSTERS, S., 2012. Picking the winner? Empirical evidence on the targeting of R&D subsidies to start-ups. In : *Small Business Economics*. Novembre 2012. Vol. 39, n° 4, pp. 921-936.

CARPENTER, R. E., et PETERSEN, B. C., 2002. Is the growth of small firms constrained by internal finance ? In : *Review of Economics and Statistics*. Vol. 84, n° 2, pp. 298-309.

CHRISTENSEN, C. M., 2013. *The innovator's dilemma: when new technologies cause great firms to fail*. Cambridge : Harvard Business Review Press.

- COLOMBO, M. G., et GRILLI, L., 2007. Funding gap ? Access to bank loans by high-tech start-ups. In : *Small Business Economics*. Juin 2007. Vol. 29, n^{os} 1-2, pp. 25-46.
- CUMMING, D. J., 2010. *Venture Capital: Investment Strategies, Structures, and Policies*. Hoboken : John Wiley & Sons.
- EBAN, 2013. *European angel investment overview 2012*. Bruxelles : European Business Angels Network.
- ERIKSSON, P., et KOVALAINEN, A., 2013. *Qualitative Methods in Business Research* (2^e éd.). Londres : Sage Publications.
- FINANCE.BRUSSELS, 2015. *Rapport annuel*. Bruxelles : finance.brussels.
- FINANCE.BRUSSELS, 2016. *Rapport annuel*. Bruxelles : finance.brussels.
- GAVARD-PERRET, M.-L., GOTTELAND, D., HAON, C., HELME-GUIZON, A., et HERBERT, M., 2012. Collecter les données par l'enquête. In : GAVARD-PERRET, M.-L., GOTTELAND, D., HAON, C. et JOLIBERT, A., *Méthodologie de la recherche en sciences de gestion, réussir son mémoire ou sa thèse*. Montreuil : Pearson France. pp. 107-164.
- GOMPERS, P., et LERNER, J., 2006. *The Venture Capital Cycle* (2^e éd.). Cambridge : The MIT Press.
- GOVERNEMENT REGIONAL BRUXELLOIS, 2014. *Déclaration de politique régionale*. Bruxelles : Région de Bruxelles-Capitale.
- GRILLI, L., et MURTINU, S., 2015. New technology-based firms in Europe: market penetration, public venture capital and timing of investment. In : *Industrial and Corporate Change*. Septembre 2015. Vol. 24, n^o 5, pp. 1109-1148.
- HARRISON, R., 2013. Crowdfunding and the revitalisation of the early stage risk capital market: catalyst or chimera? In : *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*. 12 novembre 2013. Vol. 15, n^o 4, pp. 283-287.
- GOVERNEMENT DE LA REGION BRUXELLES-CAPITALE, 2006. *Plan Régional pour l'Innovation*. Innovative Brussels. Bruxelles : Région Bruxelles-Capitale.
- GOVERNEMENT DE LA REGION BRUXELLES-CAPITALE, 2012. *Update of the Regional Plan for Innovation of the Brussels-Capital Region*. Innovative Brussels. Bruxelles : Région Bruxelles-Capitale.
- GOVERNEMENT DE LA REGION BRUXELLES-CAPITALE, 2016. *Plan Régional d'Innovation 2016-2020*. Innovative Brussels. Bruxelles : Région Bruxelles-Capitale. Disponible à l'adresse : <http://www.innoviris.be/fr/politique-rdi/plan-regional-dinnovation>.
- INNOVIRIS, 2016. *Rapport d'activités*. Bruxelles : Innoviris.
- LITTLE, A. D., 1977. *New Technology-Based Firms in the United Kingdom and the Federal Republic of Germany*. Londres : Wilton House.
- MANIGART, S., COLEWAERT, V., STANDAERT, T., et DEVIGNE, D., 2014. *Revue de la littérature relative au financement des jeunes entreprises innovantes*. Belgrade : IWEPS.
- MASON, C., BOTELHO, T., et HARRISON, R., 2016. The transformation of the business angel market: empirical evidence and research implications. In : *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*. 14 septembre 2016. Vol. 18, n^o 4, pp. 312-344.
- MORETTI, E., 2012. *The new geography of jobs*. Boston : Houghton Mifflin Harcourt.
- NORTH, D., BALDOCK, R., et ULLAH, F., 2013. Funding the growth of UK technology-based small firms since the financial crash: are there breakages in the finance escalator? In : *Venture Capital: An international Journal of Entrepreneurial Finance*. 4 juillet 2013. Vol. 15, n^o 3, pp. 237-260.

- REVEST, V., et SAPIO, A., 2012. Financing technology-based small firms in Europe: what do we know? In : *Small Business Economics*. Juillet 2012. Vol. 39, n° 1, pp. 179-205.
- SCHWIENBACHER, A., 2008. Venture capital investment practices in Europe and the United States. In : *Financial markets and portfolio management*. Septembre 2007. Vol. 22, n° 3, pp. 172-188.
- SHANE, S., et VENKATARAMAN, S., 2000. The promise of entrepreneurship as a field of research. In : *Academy of Management Review*. Janvier 2000. Vol. 25, n° 1, pp. 217-226.
- STOCKHOLM SCHOOL OF ECONOMICS, 2011. *Strong Clusters in Innovative Regions*. Rapport. Bruxelles : Commission européenne, European Cluster Observatory.
- VEUGELERS, R., 2011. *Mind Europe's early-stage equity gap*. Bruxelles : Bruegel.
- YIN, R., 2013. *Case Study Research: Design and Methods* (5^e éd.). Los Angeles : SAGE Publications.

RÉSUMÉS

Les jeunes entreprises technologiques connaissent un financement parfois difficile et peuvent compter sur des dispositifs et aides publiques pour les aider aux premiers stades. Dans cet article, nous examinons à l'aide d'études de cas comment les entrepreneurs bruxellois se sont financés et, en particulier, l'usage qu'ils font des dispositifs publics. Au final, nous dressons le portrait d'un système efficace mais où les subsides, très présents, sont parfois déviés de leur objectif. Sur base de ces résultats et d'un focus group avec des acteurs de terrain, nous adressons des recommandations en insistant sur l'importance d'une refonte des subsides pour limiter les effets d'aubaine, d'un refinancement des structures d'investissement et de prêts publics et d'une meilleure coordination générale de ces dispositifs.

Het is voor jonge technologiebedrijven soms moeilijk om aan financiering te geraken. Nochtans komen ze in aanmerking voor diverse instrumenten en steunmaatregelen van de overheid die hen in de eerste fasen kunnen helpen. In dit artikel onderzoeken we aan de hand van casestudy's hoe Brusselse ondernemers zich gefinancierd hebben en vooral, hoe zij van de overheidsinstrumenten gebruikmaken. Uiteindelijk schetsen we het beeld van een efficiënt systeem waarbij de, bijzonder aanwezige, subsidies soms echter hun doel missen. Op basis van die resultaten en van een focusgroep met actoren op het terrein formuleren we enkele aanbevelingen, waarbij we de nadruk leggen op het belang van een hervorming van de subsidies (om buitenkanseffecten te vermijden), een herfinanciering van de investeringsstructuren en overheidsleningen, en tot slot een betere algemene coördinatie van deze instrumenten.

New technology-based firms are sometimes faced with financing difficulties and are able to count on various schemes and public aid to help them in their start-up phase. In this article, through case studies, we examine the ways in which entrepreneurs in Brussels have obtained financing and, in particular, their use of public schemes. We end with the description of an efficient system in which, nevertheless, the numerous grants are sometimes diverted from their objective. Based on these results and a focus group with stakeholders in the field, we discuss recommendations by insisting on the importance of a revision of grants in order to limit deadweight effects, a refinancing of investment structures and public loans, and better general coordination of these schemes.

INDEX

funder <http://dx.doi.org/10.13039/501100004744>

Keywords : public action, economic development, innovation, regional policy

Trefwoorden overheidsoptreden, economische ontwikkeling, innovatie, gewestelijk beleid

Thèmes : 6. économie – emploi

Mots-clés : action publique, développement économique, innovation, politique régionale

AUTEURS

NICOLAS PARY

Nicolas Pary est Ingénieur de gestion et Docteur en Sciences économiques et de gestion de la *Solvay Brussels School of Economics and Management* de l'Université libre de Bruxelles. Il travaille dans le secteur bancaire et est assistant chargé d'exercices. En 2018, il a publié le chapitre « New Technology-Based Firms and Grants : Too Much of a Good Thing? » dans l'ouvrage *Technology Entrepreneurship. FGF Studies in Small Business and Entrepreneurship* aux éditions Springer.

OLIVIER WITMEUR

Le Prof. Olivier Witmeur est Ingénieur de Gestion et Docteur en Sciences Economiques et de Gestion de la *Solvay Brussels School of Economics and Management* de l'Université libre de Bruxelles. En plus de ses activités d'enseignement, il accompagne d'entreprises en croissance. En 2018, il a publié le chapitre « New Technology-Based Firms and Grants : Too Much of a Good Thing? » dans l'ouvrage *Technology Entrepreneurship. FGF Studies in Small Business and Entrepreneurship* aux éditions Springer.